

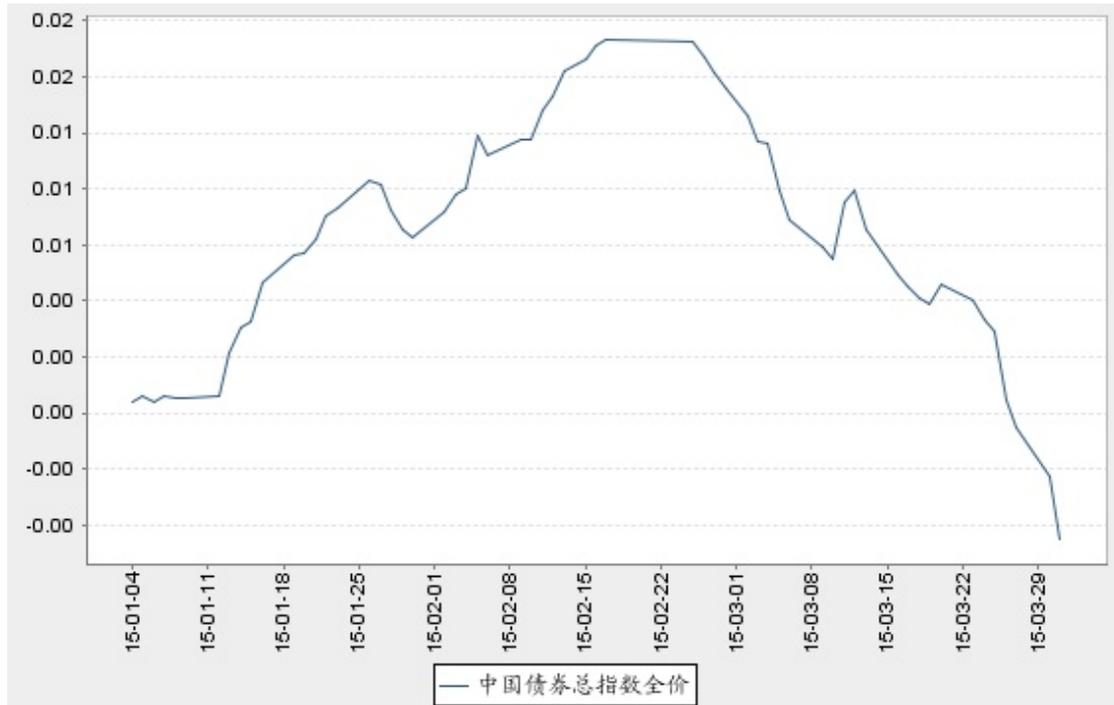
第一部分 投资报告

摘要：美国经济暂时放缓。一季度，美联储专注于调整前瞻指引，让市场做好迎接利率正常化的准备。欧元区经济数据全面改善。2015 年欧元区经济增长可能会继续加速。日本内需面临困难，日本 2014 年第四季度 GDP 增速低于预期。国内方面，2015 年 1-2 月实体经济数据大幅弱于预期。政策层面，信贷投放和财政支出均有发力，已经释放了一些刺激信号。

一、资本市场与账户投资策略回顾

截至 3 月 31 日，上证指数收于 3747.90，本期上涨 15.87%；深证成指收于 13160.66，本期上涨 19.48%；中债全价总指数收于 119.59，本期下跌 0.56%。





1、权益市场回顾

2015年一季度的市场延续了14年末的牛市行情，在经历1、2月份的震荡调整之后，3月份A股大幅上攻。但与去年相比风格切换明显，此轮上涨中小盘股表现尤为强势，大盘蓝筹则稍显逊色。分阶段来看：2015年1月份，市场大幅震荡，风格切换，分化明显，总体以大盘蓝筹股的资金回撤和中小成长股的重新崛起为主要演绎行情。行业方面，计算机和传媒为领涨板块，而大部分周期股出现回调。2月市场先抑后扬，沪深300指数全月上涨4.03%，而以成长股为代表的中小板指数和创业板指数则分别大涨9.66%和14.72%。创业板指数在期间屡创新高，显示了市场对成长和主题题材的热情。3月份，两会对经济托底意愿明显，债务置换的提出也基本消化了信用利差大幅扩大的风险，会中提到的工业4.0、互联网+等概念更成为市场热点。资金入市创历史新高，推动权益市场大幅上行，中小股持续跑赢大盘股。截至3月31日收盘，上证指数上涨15.87%，沪深300指数上涨14.64%，中小板指数上涨46.60%。

2、债券市场回顾

2015年1季度，债券市场先扬后抑。

开年至2月中上旬：市场震荡上涨。市场关注焦点围绕资金面及政策面，央行通过降准、增量续作MLF、重启逆回购等多种方式向市场投放流动性维稳资金面，显示央行在宽松的货币政策态度；另外经济基本面依然疲弱，共同推动债市上涨。

2月中旬至3月末：市场震荡下跌。央行宽松的货币政策态度未变，继续通过降息、下调正回购利率、增量续作MLF等方式呵护资金面，但债市反应平淡，关注焦点逐步转移到对经济增长的判断上：一是，政府进行债务置换、增加财政支出等一系列措施，有助于缓解债务风险的担忧以及稳定经济，市场对经济悲观的一致预期正在被打破；二是，资金面未见实质宽松，债券供给预期悲观；三是，股市再度迎来快速上涨行情分流了债市资金。总体来看，截至2015年3月31日，中债总全价指数下跌0.56%，中债总净价值数下跌0.66%，中债国债总全价指数下跌0.22%，中债企业债总全价指数下跌0.71%。

3、账户投资策略回顾

进取型投资账户

权益方面，积极把握市场风格变动趋势，择机配置优质品种。固定收益方面，管理流动性，支持权益投资。

积极成长型投资账户

权益方面，密切跟踪市场走势，择机调整持仓，适度增加大消费类股票。固定收益方面，管理流动性，支持权益投资。

基金精选型投资账户

权益方面，1月份账户进行了结构性调整，风格较以前更加均衡。2月份账户在市场出现大幅下跌时少量加仓，随后账户一直维持高仓位，较好地参与了市场震荡上行带来的投资机会。固定收益方面，管理流动性，支持权益投资。

优选成长型投资账户

权益方面，积极参与了相关行业和个股的行情，保持较高仓位。固定收益方面，管理流动性，支持权益投资。

创新动力型投资账户

权益方面，结合现金流情况，主要配置于质地较好、具有估值优势的品种。固定收益方面，管理流动性，支持权益投资。

平衡配置型投资账户

权益方面，密切跟踪市场走势，持续优化组合持仓，精选优质品种，择机配置。固定收益方面，适度调整组合杠杆，优化组合结构，适度增加短融和中票的配置。

五年保证型投资账户

固定收益方面，管理流动性，根据市场走势择机操作。

稳健收益型投资账户

权益方面，密切跟踪市场走势，重点增加了部分低估值并预期改善行业的配置。固定收益方面，择机配置部分优质品种，适度调整组合杠杆，适度增加短融和中票的配置。

开泰稳利精选型投资账户

权益方面，优化组合持仓结构，择机卖出部分估值修复股票。固定收益方面，保持适度杠杆规模，择机操作，管理流动性。

货币避险型投资账户

账户操作以流动性和安全性为主，同时兼顾收益性，根据市场走势，适度配置部分优质短期品种。

二、资本市场展望与账户未来投资策略

1、权益市场展望

宏观经济方面，二季度在财政政策和货币政策的共同托底作用下，经济增速可能止住下滑趋势，开始企稳。但因去年基数偏高，同比增速可能仍处低位。目前经济仍处转型期，大宗商品跌幅巨大，导致企业利润增速偏低。货币政策的放松导致中长期利率下行，推动股市估值上行，这是本轮股市上涨的主导力量。总体看，因预期未来经济反弹力度适度，认为宏观经济对股市的影响偏中性。

当前估值对市场的影响为中性略偏正面。14年下半年以来沪指大涨80%，当前以中证800为代表的股市场收益率与七年期国债收益率之差位于均值以上0.3倍标准差。与历史相比，当前A股估值吸引力已从高位回落到合理区间，对市场的影响为中性略微偏正面。

政策方面，我们认为随着未来审核权下放，注册制改革将正式推出；同时，监管层也会在引入社保、职业年金等长线资金，以及对外开放方面有更大的力度，以对冲对市场的影响，总体上看，负面冲击可能是即时、短期的，而资金入市是长期的，因此，对下季度政策面判断为中性略偏负面。

资金方面，一季度资金面偏正面。在央行连续降息降准等操作下，场外资金面大体延续略宽松格局；从各项观测资金入市的指标来看，一季度外围资金进场规模和进场意愿达到历史新高，特别是3月份创历史单月资金入市意愿新高。当前资金入市规模乐观，但能否持续仍需密切跟踪。

2、债券市场展望

基本面，1-2月关键经济数据大幅低于预期，其中工业、投资、零售低于预期1个百分点，后期经济数据仍有进一步下行压力；

资金面，春节后流动性持续偏紧，可能原因是现金回流偏慢，下期随着现金回流完毕以及央行可能降准，流动性将有显著缓解；

政策面，2月以来央行尽管降准降息，但是力度不大并且主要是对冲通胀下行和外汇占款下降，后期货币政策放松力度将进一步加大；

市场面，近期一级市场投标倍数偏弱同时相比二级市场利率上浮，尽管经济数据大幅走弱，市场对央行放松预期增强，但是地方债供给大幅增加预期导致市场情绪总体偏差。

综合以上分析：未来1-2个月债券收益率总体维持区间震荡格局

3、账户未来投资策略

进取型投资账户

权益方面，关注有业绩支撑的优质品种，同时注重把握市场热点带来的投资机会。固定收益方面，以流动性管理为主。

积极成长型投资账户

权益方面，跟随市场走势，关注业绩有增长的优质品种。固定收益方面，以流动性管理为主。

基金精选型投资账户

权益方面，考虑到目前经济还在继续下行，预计货币政策和财政政策将继续发力，但货币政策对市场的刺激力度在减弱。考虑到当前市场热情较高，风险偏好处于高位，而估值水平已较大提升，预计下阶段 A 股波动率将显著加大。操作上，账户短期将维持较高仓位，并密切关注政策面、资金面及风险偏好等风险因素的变化，灵活调整投资策略。固定收益方面，以流动性管理为主。

优选成长型投资账户

权益方面，市场仍然存在一定机会，重点关注具备一定估值优势的优质公司，择机操作。固定收益方面，以流动性管理为主。

创新动力型投资账户

权益方面，未来将深入研究经济走势，重点关注那些积极提高自身市场份额的优质公司，择机操作。固定收益方面，以流动性管理为主。

平衡配置型投资账户

权益方面，持续跟踪研究潜在新蓝筹标的，同时关注传统优质企业的投资机会。固定收益方面，维持适度杠杆，维持较短久期；债券部分阶段性采取相对防守策略，关注收益率调整后的介入机会；关注短期优质项目类资产的配置机会。

五年保证型投资账户

固定收益方面，整体延续适度杠杆、确定性收益的绝对收益投资策略；择机小幅参与利率债短期波段操作。

稳健收益型投资账户

权益方面，深入研究经济基本面，精选行业和个股，根据市场走势，适时适度调整。固定收益方面，维持适度杠杆，维持较短久期；债券部分阶段性采取相对防守策略，关注收益率调整后的介入机会；关注短期优质项目类资产的配置机

会。

开泰稳利精选型投资账户

权益方面，深入研究经济基本面，精选行业和个股，根据市场走势，适时适度调整。固定收益方面，维持适度杠杆，维持较短久期；债券部分阶段性采取相对防守策略，部分存量短券到期后关注收益率调整后的介入机会。

货币避险型投资账户

继续维持适度杠杆、确定性收益的投资策略。后期拟提升短期融资券及成本类资产的投资比例，在保证账户流动性的同时，获取确定性收益，规避市场可能的波动风险。

第二部分 市场资讯

一、国际经济形势

美国经济暂时放缓。一季度美国宏观经济数据（零售销售、工业产出、制造业 PMI）显示美国经济增长放缓，不过失业率持续降低并且房价、住房市场重拾动能。增长放缓的原因是恶劣的冬季天气和西海岸码头工人罢工（已经解决）导致的贸易中断，因而一季度经济增长放缓是暂时性的。美国 2014 年第四季度年化 GDP 环比增加 2.2%，2015 年一季度 GDP 增速可能会小幅放缓，而在 2015 年接下来有可能会重新加速。一季度，美联储专注于调整前瞻指引，让市场做好迎接利率正常化的准备。不过鉴于通胀较弱而且进口价格和能源价格降低，FOMC 成员延后了首次加息时间点的预期并预计利率正常化的过程会更柔和。

欧元区数据全面改善。供给端的改善受到欧元贬值的推动；宽松的信贷环境和降低中的失业率支撑起投资和消费，从而使需求端得到改善。欧洲央行开始全面量化宽松并取得成效，信用利差缩窄并且欧元贬值，这意味着欧洲经济增长会有进一步改善。欧元区 GDP 在 2014 年第四季度环比增加 0.3%，2015 年欧元区经济增长可能会继续加速。

日本内需面临困难，日本 2014 年第四季度 GDP 增速低于预期。零售销售和工业产出都有减速，根据 2015 年第一季度的 Tankan 调查，企业部门的情绪也显著恶化。由于企业和家庭部门信心受损，加上去年人为提高增值税导致目前通胀

率下滑，日本经济并没有走上良性轨道，离实现经济潜力和 2%的通胀目标还很遥远。目前的财政刺激政策产生的效果逐渐消退，于是，日本央行别无选择，很有可能在今年 10 月采取进一步的宽松货币政策。

金融市场。MSCI 发达国家指数涨 1.82%；标普 500 指数基本持平，微涨 0.44%；
日经 225 指数涨 10.06%；泛欧斯托克涨 17.5%。美国开始货币政策正常化进程，
同时欧洲央行开始全面量化宽松。在这样的背景下，欧元对美元贬值 11.34%。
美元升值，原油供给充裕，美国依靠大量库存和产能应对 OPEC 维持市场份额的
策略，WTI 原油价格下降 10.6%。VIX 指数从 19.14 下降到 15.32，下降幅度是
20.36%，说明在发达和新兴经济体都采取过于激进的货币政策的背景下，市场提
高了风险偏好。

二、国内经济形势

经济数据方面：2015 年 1-2 月实体经济数据大幅弱于预期。工业方面：1-2
月工业同比增长 6.8%，较去年 12 月的 7.9%大幅回落。主因是企业预期悲观，去
库存加剧工业下滑；投资方面：1-2 月投资增速 13.9%，与去年四季度 14%的增
速基本持平，投资增速尚且稳定，但下行压力仍然存在；外贸方面：1-2 月出口
增速达到 15.1%，较去年四季度 8.6%的增速有所回升，对主要出口目的国增速全
面回升，但出口同比增速有低基数效应的扰动；通胀方面：1-2 月 CPI 同比较去
年四季度回落 0.4 个百分点至 1.1%，PPI 同比降幅扩大至 4.6%，经济基本面较
弱，整体的物价下行压力不减。

金融数据方面：1-2 月新增社会融资总量 3.4 万亿，与去年同期基本持平略
低，人民币贷款的增量全部被外币贷款和非标的减少量抵消，整体社融投放“偏
中性”，2 月比 1 月有明显改善，显示投放力度上边际上有加大。

政策层面：经济下行和通缩压力均较大，再一轮稳增长政策必不可少。2 月
份的信贷投放和财政支出均有发力，已经释放了一些刺激信号，预计未来政策力
度有望再度加码。在货币政策方面，进一步降息、降准均有空间。

最新公布的 3 月汇丰中国制造业 PMI 预览值为 49.2，不及预期的 50.5 并创
近 11 个月来新低，经济下行压力犹存，料将加大稳增长力度，降准降息仍然可
期。

免责声明

对于本报告中任何来源于第三方的数据、报表、信息，本公司不就其真实性、准确性或完整性提供直接或隐含的声明或保证。本公司对于报告中的任何预测、展望等内容不承担法律责任，此报告不应被接收者作为对其独立判断的替代或投资决策依据。本公司或本公司的相关机构、雇员或代理人不对任何人使用此全部或部分内容的行为或由此而引致的任何损失承担任何责任。任何人不得对本报告进行任何有悖原意的删节或修改。